



业绩基本符合预期，业务聚焦医药 全产业链布局

2018年04月18日

推荐/维持

必康股份

财报点评

——必康股份（002411）年报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号：S1480516080001
缪牧一	研究助理 miaomy@dxzq.net.cn 010-66554035	

事件：

公司发布2017年年报，实现收入53.68亿元，同比增长44.15%；实现归母净利润8.93亿元，同比下降6.40%；实现扣非后归母净利润7.63亿元，同比下降14.81%。

2017Q4单季度实现收入20.76亿元，同比增长95.11%；实现归母净利润2.72亿元，同比增长3.03%；实现扣非后归母净利润3.79亿元，同比增长71.49%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	960.98	821.57	1064.12	826.85	904.28	1560.42	2076.46
增长率（%）	169.71%	92.14%	29.74%	-5.74%	-5.90%	89.93%	95.13%
毛利率（%）	53.22%	50.15%	56.68%	51.94%	44.60%	25.14%	30.99%
期间费用率（%）	20.39%	23.06%	28.20%	30.43%	26.56%	13.30%	4.38%
营业利润率（%）	30.28%	29.42%	29.54%	23.45%	35.77%	13.65%	17.02%
净利润（百万元）	255.75	206.41	264.81	166.82	290.00	163.91	280.15
增长率（%）	252.04%	240.93%	-15.46%	-29.04%	13.39%	-20.59%	05.79%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.13	0.17	0.11	0.19	0.11	0.18
资产负债率（%）	46.21%	51.34%	53.14%	53.05%	54.43%	54.93%	53.24%
净资产收益率（%）	3.20%	2.52%	3.13%	1.93%	3.28%	1.82%	3.01%
总资产收益率（%）	1.72%	1.22%	1.47%	0.91%	1.50%	0.82%	1.41%

观点:

1、业绩基本符合预期, 六氟磷酸锂价格下降导致业绩下滑

从收入端来看, 公司 2017 年实现 53.68 亿元, 同比增长 44.15%, 主要系润祥医药、百川医药等商业公司并表 18.73 亿元所致, 剔除并表后, 原有业务收入端下滑 6.15%。而从利润端来看, 实现归母净利润 8.93 亿元, 同比下降 6.40%, 基本符合预期。分业务板块来看:

- ◆ **医药工业:** 实现收入 23.08 亿元, 同比下滑 4.07%, 基本保持稳定。公司医药工业目前受限于产能问题, 未来在陕西山阳、徐州新沂的在建产能释放后有望加速增长。
- ◆ **医药商业:** 实现收入 18.73 亿元, 主要来自于并表。商业板块是公司未来将会大力发展的板块, 借助“两票制”带来的机会, 并购优质的区域性商业标的, 迅速形成覆盖范围广、终端渗透能力强、经营品规丰富的商业体系, 与医药工业形成协同效应。
- ◆ **化工类:** 整体表现较为稳定, 2017 年实现收入 7.22 亿元, 同比增长 15.78%。其中, 由于六氟磷酸锂价格同比大幅下降, 实现收入 2.07 亿元, 同比下滑 61.61%。但高强高模聚乙烯纤维、三氯吡啶醇钠等品种表现亮眼, 分别同比增长 61.46%、103.39%。

2、业务聚焦剥离九九久, 全产业链布局医药行业

公司于 2018 年 2 月 12 日已签署九九久股权转让框架协议, 拟以 26 亿元作价转让 100% 股权, 未来新能源板块将会从公司业务剥离, 进一步聚焦医药全产业链:

- ◆ **原材料:** 公司在上游增强对原材料控制, 利用山阳的地缘优势建立中药材储备和交易平台
- ◆ **制剂:** 在山阳、新沂建设半自动或全自动的生产基地, 解决中药提取物乃至制剂的产能瓶颈, 有望在不断商业流通进行并购整合后实现工商业联动, 挖掘公司现有 140 个品种、400 多个品规的潜力, 释放业绩弹性。
- ◆ **渠道:** 利用两票制带来的并购整合机会, 2018 年将是公司在商业流通领域大举并购的一年, 润祥医药、百川医药的并购仅仅只是开始, 未来一方面将直接增厚公司业绩, 另一方面有望加速工业品种的增长。

3、实控人大手笔增持, 彰显强烈信心

2017 年 5 月, 公司公告实际控制人李宗松先生拟以不超过 35 元/股的价格增持不低于总股本 1% 且不超过总股本 3% 的股份。此后, 李宗松先生陆续通过信托计划以及在二级市场上直接增持等方式累计增持公司股份超过 4694 万股, 占总股本的 3.06%, 增持金额超 10 亿元。实际控制人的大量增持彰显了对公司发展的强烈信心。

结论:

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 10.94 亿元、12.53 亿元、14.45 亿元, 增速分别为 22.54%、14.54%、15.35%, 对应 PE 为 37x、32x、28x。公司聚焦医药主业, 进行全产业链布局, 同时实际控制人大手笔增持彰显信心, 维持“推荐”评级。

风险提示:

医药商业板块并购整合不及预期; 医药在建项目产能释放不及预期; 六氟磷酸锂等化工板块未完成剥离; 商誉减值风险。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					
					单位:百万元					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	9131	6951	7345	8540	9894	营业收入	3724	5368	6435	
货币资金	5095	2059	3534	4108	4741	营业成本	1684	3500	4173	
应收账款	1027	2118	2539	2919	3360	营业税金及附加	50	56	67	
其他应收款	45	32	39	45	51	营业费用	479	393	471	
预付款项	81	147	225	315	418	管理费用	300	351	421	
存货	258	569	679	780	898	财务费用	142	46	100	
其他流动资产	2336	1709	28	28	28	资产减值损失	-2.46	47.55	7.00	
非流动资产合计	8931	12958	12782	12604	12424	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	41	42	42	42	42	投资净收益	46.47	94.36	1.00	
固定资产	1099	1537	1440	1356	1289	营业利润	1119	1084	1197	
无形资产	324	784	706	628	549	营业外收入	50.40	15.01	6.00	
其他非流动资产	688	1590	1590	1590	1590	营业外支出	34.78	27.27	0.00	
资产总计	18062	19909	20126	21144	22319	利润总额	1134	1072	1203	
流动负债合计	2486	3366	3364	3847	4405	所得税	172	171	110	
短期借款	85	272	0	0	0	净利润	962	901	1094	
应付账款	571	975	1147	1318	1516	少数股东损益	8	8	0	
预收款项	181	362	578	828	1115	归属母公司净利润	954	893	1094	
一年内到期的非流	128	127	127	127	127	EBITDA	1706	2063	1473	
非流动负债合计	7113	7233	7232	7232	7232	EPS (元)	0.65	0.58	0.71	
长期借款	125	272	272	272	272	主要财务比率				
应付债券	6769	6780	6780	6780	6780	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	9599	10599	10595	11079	11637	成长能力				
少数股东权益	152	230	230	230	230	营业收入增长	84.04%	44.15%	19.88%	14.96%
实收资本(或股本)	1778	1778	1532	1532	1532	营业利润增长	62.16%	-3.11%	10.47%	14.61%
资本公积	4896	4896	4896	4896	4896	归属于母公司净利润	22.54%	14.54%	22.54%	14.54%
未分配利润	1247	2006	1981	1953	1921	盈利能力				
归属母公司股东权	8311	9081	9301	9836	10452	毛利率 (%)	54.79%	34.81%	35.16%	35.17%
负债和所有者权	18062	19909	20126	21144	22319	净利率 (%)	25.83%	16.78%	17.00%	16.94%
现金流量表					总资产净利润 (%)	5.28%	4.48%	5.43%	5.93%	6.48%
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	11.47%	9.83%	11.76%	12.74%	13.83%
经营活动现金流	1513	36	2847	1419	1609	偿债能力				
净利润	962	901	1094	1253	1445	资产负债率 (%)	53%	53%	53%	52%
折旧摊销	446	933	0	178	180	流动比率	3.67	2.07	2.18	2.22
财务费用	142	46	100	121	141	速动比率	3.57	1.90	1.98	2.02
应收账款减少	0	0	-421	-380	-441	营运能力				
预收帐款增加	0	0	217	249	287	总资产周转率	0.28	0.28	0.32	0.36
投资活动现金流	-4535	-3263	61	-6	-6	应收账款周转率	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.33	6.95	6.07	6.00
长期股权投资减少	0	0	53	0	0	每股指标 (元)				
投资收益	46	94	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.58	0.71	0.82
筹资活动现金流	7198	-70	-1432	-839	-970	每股净现金流(最新)	2.35	-1.85	0.96	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.67	5.11	6.07	6.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	278	0	-246	0	0	P/E	40.02	44.79	36.55	31.91
资本公积增加	2012	0	0	0	0	P/B	5.58	5.11	4.30	4.06
现金净增加额	4176	-3297	1476	574	633	EV/EBITDA	28.37	25.10	29.61	25.76
										22.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3年证券行业研究经验, 3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名, 2015年新财富第七名团队核心成员, 2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016年6月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。